

## ВІДГУК

офіційного опонента Лепушинського В. О.

на дисертацію : Закутньої Альони Олександрівни на тему:

«Розвиток грошово-кредитної політики на основі формування

транспарентного середовища її реалізації»,

подану на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

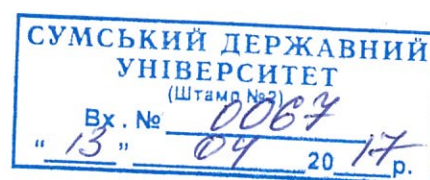
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Актуальність обраної теми.** Високий рівень транспарентності грошово-кредитної політики став сучасним стандартом у діяльності центральних банків. Разом із посиленням їх незалежності посилилася і необхідність надання суспільству вичерпної інформації щодо монетарних цілей та дій щодо їх досягнення. Така логіка не лише пов'язана із необхідністю підсилення дії монетарних інструментів та фіксації інфляційних очікувань на рівні інфляційних цілей, а є справедливою вимогою до технократичної, проте незалежної державної інституції, якою має бути сучасний центральний банк.

Більшість провідних центральних банків протягом останніх кількох десятиліть посилюють транспарентність власної політики, певною мірою конкуруючи між собою за прихильність фінансових ринків: скорочується часовий лаг між прийняттям рішення та його повідомленням, задіюються найбільш зручні для громадськості канали комунікацій, релевантна інформація адаптується в залежності від ключової аудиторії.

Комунікація центрального банку не лише здатна підсилувати результативність його дій, але і може бути самостійним інструментом як у випадку надання «керівництва щодо майбутніх дій» (forward-guidance).

З огляду на перехід Національного банку України політики від режиму де-факто фіксації обмінного курсу до інфляційного таргетування, також



активізувались його зусилля щодо реформи грошово-кредитної політики на засадах транспарентності.

Отже, завдання, окреслені здобувачем у дисертаційній роботі мають гостру актуальність в Україні, а питання оцінки транспарентності грошово-кредитної політики, її впливу на досягнення цілей центрального банку потребують ґрунтовного теоретичного та емпіричного вивчення.

**Зв'язок теми з державними та галузевими науковими програмами, пріоритетними напрямками розвитку науки**

Наукові результати, теоретичні положення та висновки дисертаційного дослідження використано при виконанні науково-дослідних тем, над якими працює колектив Навчально-наукового інституту бізнес-технологій «УАБС» Сумського державного університету: за темою «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782) увійшли пропозиції дисертанта щодо забезпечення належного рівня транспарентності банківської системи України та оцінювання її рівня; за темою «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер державної реєстрації 0103U006965) – увійшли пропозиції щодо оцінювання якості інфляційних звітів та її зв'язку з рівнем транспарентності середовища реалізації монетарної політики

**Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.**

Ознайомлення зі змістом дисертаційної роботи, опублікованими здобувачем науковими працями та наданим авторефератом дає можливість говорити про достатній рівень обґрунтування наукових результатів, висновків та рекомендацій дисертаційного дослідження. Автором критично опрацьовано більше 200 літературних джерел щодо транспарентності грошово-кредитної політики, практики публічних комунікацій центральних банків, проведення економетричних досліджень, використано офіційні

статистичні дані, а також аналітичну інформацію міжнародних організацій, провідних науково-дослідних інститутів України та зарубіжжя.

Обґрунтованість здійснених здобувачем висновків і рекомендацій у ході дисертаційного дослідження підтверджується публікацією основних результатів роботи у фахових виданнях, оприлюдненням їх на науково-практичних конференціях у 2012-2016 роках, географія проведення яких охоплює не тільки міста України (Київ, Львів, Суми та Ужгород), але і Польщі.

Обґрунтованому вирішенню поставлених завдань дисертаційної роботи сприяло використання широкого переліку методів теоретичного пізнання (методи логічного узагальнення та наукової абстракції, порівняльно-історичний метод, аналогій, індукції та дедукції) та емпіричного аналізу об'єкту та предмету дослідження (статистичного аналізу, контент-аналізу). Крім того застосовувався широкий перелік програмного забезпечення, що дозволило опрацювати та узагальнити суттєвий масив інформації.

Враховуючи вищенаведене, варто засвідчити достатню обґрунтованість і достовірність наукових висновків, положень та рекомендацій дисертації Закутньої А. О.

**Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.**

Варто підкреслити, що в дисертації вперше розроблено механізм формування транспарентного середовища реалізації грошово-кредитної політики з наданням визначення «інформаційного імпульсу» (стор.167-171), яке раніше не зустрічалося в науковій літературі.

Відмінною рисою роботи є детальний аналіз категоріального апарату, притаманного обраній тематиці та надання на цій основі авторських визначень «транспарентності грошово-кредитної політики» (стор. 30) та «середовища реалізації грошово-кредитної політики» (стор. 31), які є місткими та вдало узагальнюють сутність досліджуваних понять.

Заслуговує на увагу запропонований здобувачем підхід до оцінки рівня прозорості грошово-кредитної політики Національного банку (стор. 104-124). Для проведення зазначеної оцінки автором було попередньо досліджено існуючі методики та удосконалено їх за рахунок включення нових індикаторів. Результативну роботу було проведено з комплексної оцінки рівня прозорості центральних банків країн світу для чого систематизовано значення індексів прозорості, розрахованих зарубіжними вченими протягом 1998-2010 рр. та розраховано індекс прозорості центральних банків країн світу (стор. 70-103).

Проведене дослідження впливу прозорості монетарної політики на рівень інфляції в Україні шляхом побудови багатofакторних регресійних моделей в цілому призводить до правильних висновків щодо необхідності комплексного підходу до трансформації системи монетарної політики (стор. 128-153).

На окрему увагу заслуговують емпіричні методи застосовані у дослідженнях щодо вдосконалення науково-методичного підходів з наступним оцінюванням взаємозв'язку між якістю інфляційних звітів та очікуваннями учасників фінансового ринку щодо розміру облікової ставки (стор.155-172).

Серед комплексу наданих рекомендацій по підвищенню ефективності монетарної політики варто підкреслити доцільність проведення оцінки рівня прозорості середовища реалізації грошово-кредитної політики на регулярній основі, а за результати враховувати у подальших рішеннях щодо політики Національного банку, а також щодо відходу від тривіальних підходів у комунікації, які передбачають переважне надання інформації експертному середовищу шляхом стандартного набору комунікаційних заходів та налагодження безпосередньої регулярної комунікації із суспільством (стор. 169-171).

## **Практична значимість результатів дисертаційного дослідження.**

Наведені у дисертації наукові положення, висновки та пропозиції автора представляють не лише наукову новизну, а й суттєве практичне значення, що полягає у запропонованих підходах до оцінки рівня транспарентності середовища реалізації грошово-кредитної політики, моделювання зв'язку між якістю інфляційних звітів та очікуваннями учасників фінансового ринку щодо розміру облікової ставки

Наукова значущість отриманих результатів обумовлена можливістю широкого застосування розроблених в дисертації методичних підходів як у проведенні подальших досліджень, так і у практичній діяльності, зокрема, Національного банку України. Загалом, результати дисертаційної роботи спрямовані на вирішення важливої практичної проблеми – підвищення результативності грошово-кредитної політики на основі побудови оптимальної системи комунікацій центрального банку з суспільством.

Про впровадження розроблених у роботі науково-практичних підходів у практичну діяльність свідчать відповідні довідки щодо застосування таких висновків і рекомендацій: щодо оцінювання взаємозв'язку між рівнем транспарентності монетарної політики та рівнем інфляції шляхом побудови економетричної моделі з фіксованими ефектами враховуються у практичній діяльності Національного банку України (довідка від 25.11.2016 № 30-0004/96709); щодо особливостей визначення ключової процентної ставки та удосконалення комунікаційної політики центрального банку – у діяльності Ради Національного банку України при розробці Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу (довідка від 22.02.2017 №10-0005/14316); щодо оцінки інфляційних звітів НБУ з метою передбачення дій монетарного регулятора – у діяльності Сумської обласної дирекції АБ «УКРГАЗБАНК» (довідка від 13.09.2016 № 2209); щодо оцінки рівня транспарентності банківської установи у розрізі політичних, економічних, процедурних та організаційних аспектів – у діяльності

відділення «Сумське» ПАТ «АЛЬФА-БАНК» (довідка від 21.06.2016 № 71142/16).

Крім того, одержані автором результати застосовуються в навчальному процесі Навчально-наукового інституту бізнес-технологій «УАБС» Сумського державного університету при викладанні навчальних дисциплін: «Банківська система» та «Гроші і кредит» (акт про впровадження від 06.09.2016).

### **Повнота викладу основних результатів дисертації, висновків і пропозицій здобувача**

Структура та наповнення автореферату відповідає змісту дисертаційного дослідження. В авторефераті в повній мірі розкрито найбільш значимі наукові результати, отримані в процесі дослідження, визначено ступінь новизни розробок, наведено найбільш суттєві висновки та рекомендації дисертанта за результатами проведеного дослідження. Дисертація та автореферат відповідають вимогам МОН України, що пред'являються до кандидатських дисертацій.

Кількість, обсяг і якість друкованих праць відповідають вимогам МОН України. Положення дисертації представлено у 19 наукових працях загальним обсягом 9,13 друк. арк., з яких особисто автору належить 7,13 друк. арк., у тому числі: підрозділи у 3 колективних монографіях, 6 статей у наукових фахових виданнях України, 1 стаття у науковому виданні, включеному до міжнародної наукометричної бази Scopus, 1 стаття в зарубіжному науковому виданні, 8 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Загалом, дисертаційна робота відзначається логічністю побудови, завершеністю, обґрунтованістю наукових положень та висновків, науковим стилем подачі матеріалу. Варто відмітити достатню насиченість дисертаційної роботи графіками, діаграмами і таблицями, що сприяє

кращому сприйняттю представленого матеріалу та поглибленню розуміння викладених у дослідженні положень та висновків.

### **Зауваження щодо змісту дисертації.**

Незважаючи на суттєве наукове та практичне значення результатів, одержаних Закутною А. О., та в цілому високий рівень дисертаційного дослідження, слід зауважити на деякі дискусійні положення та недоліки, що мають місце в дисертаційній роботі.

1. Розглядаючи вибір інструментів монетарного правила робиться висновок про доцільність перманентного використання монетарних агрегатів як проміжних орієнтирів грошово-кредитної політики (стор. 51). Втім, практика роботи НБУ за режиму інфляційного таргетування показала недоцільність використання монетарних агрегатів в якості проміжних орієнтирів, як через неможливість передбачення попиту на гроші в економіці України, так і складність комунікації таких орієнтирів у випадку їх конфлікт з цілями щодо інфляції.

Також викликає сумніви обґрунтованість пропозиції щодо безпосереднього включення у правило монетарної політики обмінного курсу (стор. 53). Більшість центральних банків використовує правила монетарної політики без прямого включення обмінного курсу. Натомість обмінний курс опосередковано впливає на ключову ставку в прогностичній моделі через рівняння непокритого паритету процентних ставок.

2. Аналізуючи обсяг інформації, що публікується в інфляційних звітах, автор приходять до висновку, що центральні банки надають інформацію щодо темпів зростання економіки в недостатній кількості (стор. 96). Втім, більше згадування показника інфляції порівняно з показником ВВП є цілком логічним, виходячи з того, що інфляція є таргетом. Зазначене не свідчить про недостатність інформації про економічне зростання, тим більше, що отримані

показники частоти згадувань для обох показників у більшості країн відрізняються несуттєво.

3. Автор на основі аналізу інфляційних звітів стверджує, що основним припущенням, на базі якого розраховуються прогнозний рівень інфляції, є фіксована процентна ставка, що не співпадає з одним із принципів інфляційного таргетування (стор. 100). Втім, таке припущення є цілком логічним, якщо взяти до уваги, що процентні ставки в розвинених економіках знаходяться на нульовому рівні, а центральні банки застосовують «керівництва щодо подальшої політики» (forward-guidance), тобто зобов'язання не підвищувати їх протягом певного часу.

Також у роботі доцільно було б аналізувати не лише зміст Інфляційних звітів, а і прес-релізи з приводу прийнятих монетарних рішень, які є важливим інструментом комунікації центральних банків та здійснюють суттєвий вплив на ринкові очікування.

4. При побудові економетричної моделі з фіксованими ефектами та аналізі панельних даних автором в якості незалежної змінної, яка характеризує сукупний попит визначено ВВП (стор. 139). Це невдалий вибір показника для характеристики сукупного попиту, оскільки він також характеризує і сукупну пропозицію, та не дає уявлення щодо розбалансування між ними. Адекватно відобразити сукупний попит могло б, наприклад, відхилення ВВП від його трендового компоненту.

5. Для України автором було встановлено наявність прямого статистично значущого зв'язку між рівнем інфляції та рівнем транспарентності (стор. 153). Втім, серед пояснення причин такого стану речей у минулому відсутній один з головних факторів – проведення НБУ політики фіксованого валютного курсу у минулому. За такого режиму транспарентність монетарної політики не є ефективною, оскільки не здатна стабілізувати очікування у періоди підвищення тиску на обмінний курс.



6. В роботі надана рекомендація щодо доцільності проведення оцінки рівня транспарентності середовища реалізації ГКП на регулярній основі, а потім, в залежності від результатів, здійснювати коригування інструментарію реалізації ГКП. Проте така рекомендація повинна бути конкретизована в частині алгоритму внесення змін та переліку інструментів, які можуть бути змінені.

Зазначені недоліки не зменшують цінності роботи. Завдання дослідження вирішені на високому науковому рівні в межах спеціальності 08.00.08.

### **Загальна оцінка дисертації та її відповідність встановленим вимогам МОН України**

Дисертаційне дослідження Закутньої А.О. являє собою цілісну, завершену, самостійно виконану наукову працю, в якій на основі проведених автором досліджень отримані науково обґрунтовані результати стосовно формування транспарентного середовища реалізації грошово-кредитної політики. Результати дослідження можуть у подальшому використовуватись Національним банком в процесі формулювання, реалізації грошово-кредитної політики та оцінки впливу комунікаційної складової на її результативність.

Зміст дисертації відповідає визначеній меті та поставленим завданням, які повністю вирішені у процесі дослідження. Основні положення роботи, які виносяться на захист, мають елементи наукової новизни. Наукові положення, що виносяться на захист, повністю відображені у публікаціях здобувача, які відповідають вимогам МОН України. Подана до захисту дисертація написана науковим стилем, матеріал викладений у логічній послідовності, висновки науково обґрунтовані та підтверджуються результатами спостережень. Напрямок дисертаційної роботи відповідає профілю спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що дисертація Закутньої Альони Олександрівни на тему «Розвиток грошово-кредитної політики на основі формування транспарентного середовища її реалізації», за змістом і оформленням відповідає вимогам п.п. 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого постановою Кабінету міністрів України № 567 від 24 липня 2013р. (зі змінами), що висуваються до кандидатських дисертацій, а її автор – Закутня А. О. – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

Заступник директора департаменту –  
начальник управління монетарної політики  
Департаменту монетарної політики та  
економічного аналізу  
Національного банку України,  
кандидат економічних наук

 В. О. Лепушинський

Підпис В. О. Лепушинського засвідчую

Начальник управління із супроводження  
та адміністрування персоналу  
Департамент персоналу  
Національного банку України



 В. В. Шульженко